

含み資産と投資行動

伊 藤 祐

目 次

はじめに

I 含み資産に対する財務理論のアプローチ

II 投資をめぐる日本的財務慣行と米国流財務理論との関係

III 現金支出コスト主義下での株主間の利害関係

IV 現金支出コスト主義を支える日本型経済システム

結 語

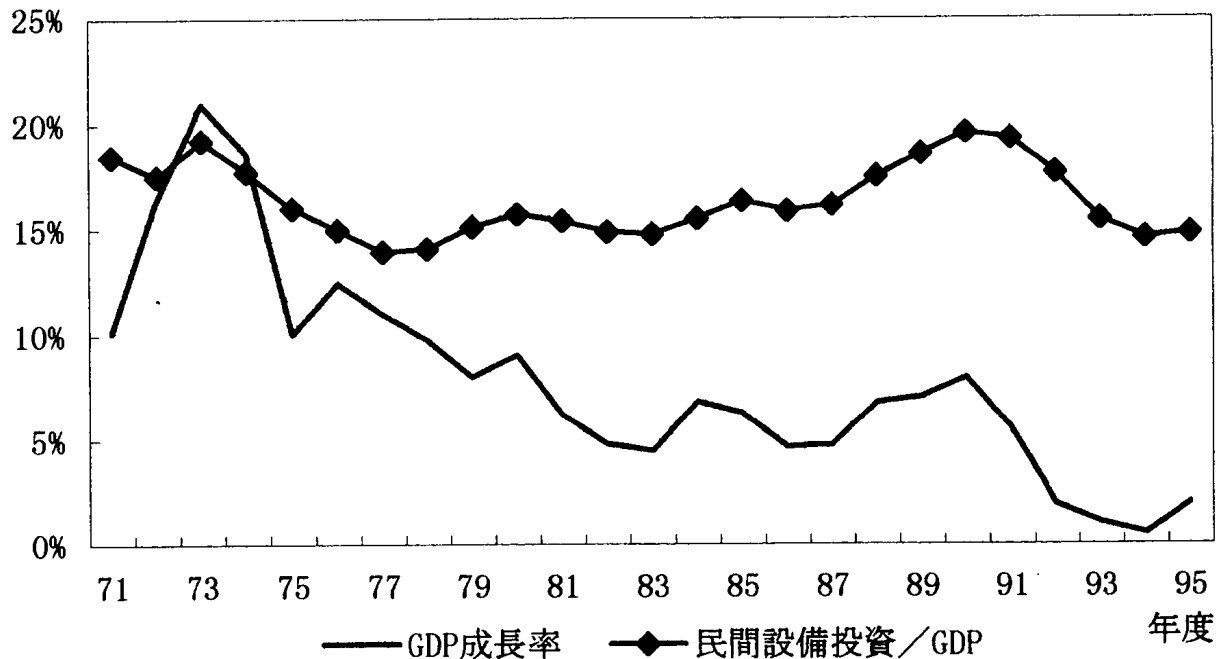
は じ め に

日本企業の多くは、含み資産に依存した経営を行い、巨額の含み資産が存在した1980年代後半の一時期には、これをいわば浪費するように不採算分野への過剰な投資を行ってきたといわれる。特に、すでに経済成長が低下し投資機会が縮小しているにも関わらず、巨額の投資が行われたことが重要な問題である（図表1）¹⁾。これは、金融機関など特殊な業種に限らず、含み資産を有する企業に共通する問題である。

この問題意識のもと、筆者は生命保険会社について含み資産²⁾の存在がもたらす過剰投資の可能性、および利害関係者それぞれの得失について経済学モデルを用いた分析を行った³⁾。本稿の目的は、この研究を発展させ、一般の株式公開企業が含み資産の浪費を伴う投資活動（非効率な投資）を行う可能性と、その利害関係者の得失について検討することである。

まず、第1節では、含み資産と投資との関係をめぐる財務理論的なアプローチ

図表1 民間設備投資/GDP と GDP 成長率



データ出所： 国民経済計算年報

とその問題点を整理する。第2節では「現金支出コスト」的な資本コスト概念（資金コスト）をはじめとした日本型財務慣行と米国流財務理論との関係について検討する。第3節では、「現金支出コスト」に基づいて投資決定を行っている場合に、既存の株主と経営者との間で含み資産をめぐって利害対立が生じる可能性の有無とその場合の非効率性に関する考え方について検討する。第4節では、日本型経済システムにおいて、なぜ「現金支出コスト」主義が採用されがちであったかについて検討する。

I 含み資産に対する財務理論のアプローチ

1. 定義と問題の所在

含み資産とは、バランスシートに計上されている各種の資産について、その市場価格（時価）と帳簿価格との間に乖離が生じている場合に、その差額として定

義される⁴⁾。本稿では、当面、有価証券や土地に関する含み資産を対象に議論を行う。「益出し」の形で「含み資産」を活用する場合、これらの資産が利用されることが一般的であるからである。

経済学や米国流の財務理論においては、完全情報・競争的市場の仮定のもとに分析が出発しているため、含み資産が企業の投資活動に与える効果は積極的に取り上げられてきたわけではない。また、日本の財務領域の先行研究においても、含み資産を企業の投資決定行動の中に体系的に組み込んだものは少ないようである。以下では、財務理論における基本的な概念を用いて、含み資産の経済的意義および、その浪費の可能性について検討する。

2. 含み資産と投資との関係に対する財務論的アプローチ

(1) キャッシュ・フローや資本コストを通じた直接的なアプローチ

標準的な財務理論においては、投資計画の採否を考えると、その企業が直面する収益機会(投資プロジェクト)によってもたらされるキャッシュフロー（以下、CF）を資本コストによって割り引くことによって、投資の採否を判断・決定すべきと考える（DCF型アプローチ）。資本コストを用いて現在価値に換算したキャッシュインフローがアウトフローに比べて大きい投資機会をもつ企業は投資を実行するが、その際、資本コストが高いほど、採算のとれる投資機会は縮小することになる。ここで資本コストは「資本の機会費用」と理解されるのが一般的であり、経営者や企業が恣意的に決定できるとは考えられていない⁵⁾。

このような分析の枠組みにおいては、含み資産の存在が投資を促進するルートについて、2つの可能性が考えられる。

第一に、含み資産が何らかの形で企業の投資プロジェクトのCFにプラスの影響を与える可能性である。例えば、含み資産を大量に保有する企業が他の企業よりもよい条件でビジネスを行うことが可能になるような場合である。

第二に、含み資産の存在によって、企業の資本コストが低下する可能性がある。含み資産が存在する場合、自己資本比率が実質的に高まることから、企業の財務リスクは低下することになる。この結果として（加重平均）資本コスト（WACC）が低下するならば、企業にとって採算のとれる投資機会も拡大することになる⁶⁾。このように、含み資産が存在すれば企業の投資活動は活発化しうると考えられる。この説明は、バブル期に銀行が含み資産保有企業に対する融資金利を引き下げたことや、投資家が含み資産に注目して積極的に株式投資を行ったなどの現象と整合的である。

どちらのルートにおいても、含み資産の存在は企業にとって投資促進的な意味をもつ。この場合の投資促進効果は、投資プロジェクトが株主の期待する資本コストをもとに採択されている限り、株主の立場からも社会厚生的にもパレート最適の意味で効率的なものとなる。

（2） 保険機能に起因する過剰投資の可能性

仁科（1995）は含み資産を過度に重視しがちな日本的財務慣行について、次のような評価を加えている。含み資産は、「いざというときに自由に使える貴重な資産」という性質をもつ。含み資産売却による決算数値の調整は日本企業にとっては一般的ともいえる行動であるが、「資金調達に関する金融機関との交渉や金融・資本市場の条件に束縛されずに、経営陣の裁量で巨額の資金を利用できること」こそが含み資産の存在価値である。しかし、含み資産を活用することには様々な問題がともなう。含み資産が遊休資産に関わるものであれば、一種の保険料としての機会費用を認識すべきである。また、含み資産を実際に処分して利益を捻出する「益出し」を行うことは税制上不利であったり、資産の多くは企業活動に利用されていることによって、含み資産の処分が制約される可能性が存在する⁷⁾。

このように、日本企業の含み資産蓄積行動や、「益出し」としての含み資産活

用は、一種の「保険」の利用であると考えられる。この「保険」の利用と企業の投資行動との関係には、2つの方向性が考えられる。

1つは、「逆選択」の問題である。すなわち、保険論や不確実性の経済学においては、被保険利益が大きい、すなわちリスクの高い経済主体ほど保険に加入する傾向にあることが知られている。含み資産の利用にあたっては、事業リスクもしくは財務リスクの高い企業ほど、含み資産の蓄積を試みる可能性が強いと考えられる。仮に事業リスクや財務リスクの大きさが積極的な投資活動を反映しているのであるとすると、投資活動に積極的な企業ほど含み資産の蓄積にも積極的である可能性がある。

もう1つは、「モラル・ハザード」の問題である。すなわち、保険に加入した経済主体は、加入していない経済主体に比べてリスクの高い行動を選択する傾向にあることが知られている。

この2つの点を考慮すると、含み資産を活用する企業は（そうでない企業に比べ）高リスクの経営を行うとともに、積極的な投資活動を行う可能性がある。ここで、逆選択とモラル・ハザードの両面が存在するために、含み資産の存在とハイリスクの投資行動の因果関係は双方向的であることには注意が必要である。

また、ここで企業の投資活動が株主にとって非効率なものとならないためにはいくつか条件が必要である。すなわち、①経営者が保険加入に関する機会費用（保険料）を正しく認識していること、②企業の投資機会と経営者のモラル・ハザードの程度について投資家が正しく認識していること、すなわち企業の投資機会に伴う将来CFのリスク・リターン特性についての情報が資本コストに正確に反映されていること、が必要条件となる。投資家が企業経営者のモラル・ハザード等の情報を正しく認識せず資本コストを過少に評価した場合、投資家にとって企業の投資水準は過剰となり非効率が発生することになる。

（3） エイジェンシー・アプローチ

拙稿（1997）で示したように、含み資産は Jensen（1986）の意味でのフリー・キャッシュ・フロー（以下、FCF）の性格を有する。すなわち、含み資産は必要以上に企業内部に留保された CF の一部を構成しており、経営者や従業員によって、単体では正味現在価値（NPV）がマイナスになるような事業・投資プロジェクトへの支出に浪費されてしまう可能性がある。

FCF としての含み資産が浪費される例として、含み資産の CF 化が、今後の投資プロジェクト実行の中に取り込まれて考えられる場合がある⁸⁾。渡辺（1994）は、余剰資産は企業が事業活動に用いて付加価値を生み出すわけではないので、時価をもって現在価値とみなし、投資計画にあたってのキャッシュ・インフローとして処理すれば十分である、との見方を示している⁹⁾。この立場をとれば、投資家が一定の収益率を企業に期待している場合、含み資産保有企業は非保有の場合に比べてキャッシュフローを容易に実現することができるため、（投資家の期待を満たすという意味で）実行可能な投資機会は拡大することになる。この仮説からも、含み資産の保有規模が大きいほど、企業の投資活動は活発になることが主張される。

わが国において、制約要因としての CF が企業の投資行動に与える影響が大きいことは実証研究においても確認されている¹⁰⁾。FCF は CF の一部を構成する要素に過ぎず、外部から客観的に観察することは不可能であるが、含み資産を含む FCF についても、投資決定に対する影響力は強いと推測される。

また、このアプローチからは、投資機会に対する情報の非対称性が存在する場合、高い負債比率が存在しない限り企業は（株主にとって非効率な）過剰投資を行う傾向がある¹¹⁾のみならず、これが想定されて低株価による高い資本コストが形成された場合にも、Jensen and Meckling（1976）のいう「残余コスト（residual cost）」の発生が不可避であるために、社会厚生的には非効率が発生する。

3. 各アプローチの問題点

(1) CFや資本コストを通じた投資促進効果について

含み資産の保有が企業の営業活動にもたらすプラスの効果を通じてCFが増大する可能性は限定的であると考えられる。特に、企業の売上が長期的取引に依存している場合には、短期的な含み資産の増大が営業活動にもたらす影響は些細なものであろう。また、最終消費者にとっても、含み資産の存在は金融業などを除くに関心外の問題であるのが一般的であるため、CFに対する影響は全体として軽微であると考えられる。しかし、価格変動性の高い資産の保有規模が大きい企業について、株主や経営者がその資産価格の予想上昇率について偏った予測をもつ場合には、予想CFが上昇することによる投資促進効果の存在可能性がある。ただし、このような仮説によって日本企業の過剰投資を説明するには、経済主体の予測に関して偏った仮定を置くことになり、合理的経済主体の行動を前提とするモデルの中では問題を残すことになる。

むしろ、財務理論的に重要であると予想されるのは、資本コストの経路を通じた影響である。しかし、バブル期以前はもとより現在においてさえ、日本企業が資本コストを重視した経営を行っていないという指摘は多い。青木（1997）の調査によれば、「資本コストがかなり上昇したとしたら自社の設備投資がかなり減少すると思う」という回答がむしろ少数派に属するなど、実務家の意識のうえでは資本コストと投資行動との関係は弱い¹²⁾。特に、バブル期以前においては資本コスト重視の経営を行う企業は少数であった¹³⁾。多くのアンケート調査において、日本企業の経営者の多くは、財務理論で考える資本コストよりもむしろ、「現金支出コスト」的な「資金コスト」を重視していることが示されている。ここで「現金支出コスト」とは、企業が社外に支払う現金の額、つまり金利、税金、配当の合計額（あるいは調達金額に対する比率）を指す。

ところで、資本コスト（WACC）と現金支出コストとは、負債の資本コスト

が実質的に共通のものであるなど、連動する傾向があるため、バブル期の企業の活発な投資活動の一部は資本コストの低下によっても説明できる。しかし、資本コストの低下によってのみ活発な投資が実行されたに過ぎないのであればそれは「過剰投資」とはならず、非効率と呼ぶには不適當である。結果的に株主価値を損なう投資パフォーマンスにつながるほどの不採算分野への投資が行われたからこそ「過剰投資」なのであるから、資本コスト以外の要因が活発な投資活動に与えた影響を探ることが重要となる。

（2） 保険機能を通じた投資促進効果について

含み資産という「保険」の仕組みは株式市況や不動産市況に依存したきわめて脆弱な基盤の上にあり、不完全なものである。このような不完全な保険のもとで、逆選択やモラル・ハザードの問題が発生し、結果として過剰投資が行われうるであろうか。

逆選択については、含み資産形成活動が経済的にメリットを有する（保険機能が実現可能である）という予想のもとで行われるはずである。すなわち、長期的に株価の上昇が予想されるか、あるいは株価の上昇がなくともそれを補って余りある営業取引上のメリット¹⁴⁾が存在することが必要である。

一方、モラル・ハザードに関しては、長期的な株価の上昇に関する期待のみならず、現在利用可能なCFも重要な要因である。

財務理論の立場から、保険機能を通じた投資促進効果を説明する場合、以上のように株価上昇や営業取引拡大効果に対する期待（予測）の情報が重要である。しかし、企業経営者の合理的な意思決定行動を前提にしつつ、現実には株価下落によって保険機能の一部が発揮できなかったと解釈するのは、経営者の不確実性に対する予測能力や行動原理の合理性に恣意的な仮定を置くものであると考えられ、問題を残す。

（3） FCF の浪費による投資促進効果について

この仮説の重要な問題は、含み資産の処分（キャッシュインフローへの組み入れ）が新しい投資プロジェクトの中で行われてしまうなら、既存の株主は配当として受け取れる可能性のあった含み資産をみすみす非効率な投資に浪費させる可能性を認めている点である。背景には投資機会に対する株主と経営者の間の情報の非対称性があるものの、これ文字どおり「浪費」という意味で長期に継続すると考えるには無理がある。FCF としての含み資産の浪費が真に非効率であるならば、株主から何らかの圧力の行使が生じるはずである。

コーポレート・ガバナンスの視点からは、この FCF 問題を解消するためのメカニズムが重要な関心事項の一つである。しかし、この問題が日本においては長らく放置されてきたことに注目すべきである。ここで、これまで無視してきた配当政策と投資決定との関連の文脈で含み資産を捉える必要が生じる。つまり、安定配当政策、現金支的資本コストなどに関わる日本型財務慣行のもつ何らかの経済合理性ないし制度補完的な要因が存在した結果、一見深刻に思われる FCF 問題が現実には大きな問題とならなかったのだと考えられる。この制度的補完を考えた場合、FCF 問題による過剰投資の問題は「誰にとってどのような非効率が生じているのか」という文脈で捉え直す必要がある。特に、企業が含み資産を背景に資本調達を伴う投資プロジェクトを実行する可能性があるならば、既存株主と新規（潜在的）株主との間での利害対立が発生する可能性について検討が必要である¹⁵⁾。

4. ま と め

以上のアプローチにおける問題点は、図表 2 のように整理可能である。特に、①将来の資産価格に関する経営者・投資家による予測の偏りを仮定するという問題や、②企業内外に存在する利害対立が解消されぬまま放置されていることを仮

図表2 含み資産問題に対する各種アプローチの問題点

アプローチ	重要な要因	問題点
標準的財務理論	資本コストと期待CF	<ul style="list-style-type: none"> ・実務との乖離（「現金支出コスト」主義との整合性） ・投資規模を「過剰」なものとして説明するためには、何らかの他の説明モデルの併用が必要
保険理論	逆選択とモラル・ハザード	<ul style="list-style-type: none"> ・将来の資産価格に対する予測、経営者の能力に関する偏った仮定 ・不完全な保険機能
エイジェンシー理論	利害対立	<ul style="list-style-type: none"> ・経営者と株主との本質的な利害対立の有無 ・株主世代間の利害対立の有無 ・利害対立が存在する場合にはそれを放置するコーポレート・ガバナンス構造 ・誰にとって、どのように過剰投資であったのか？

定しているという問題点が重要である。

II 投資をめぐる日本的財務慣行と米国流財務理論との関係

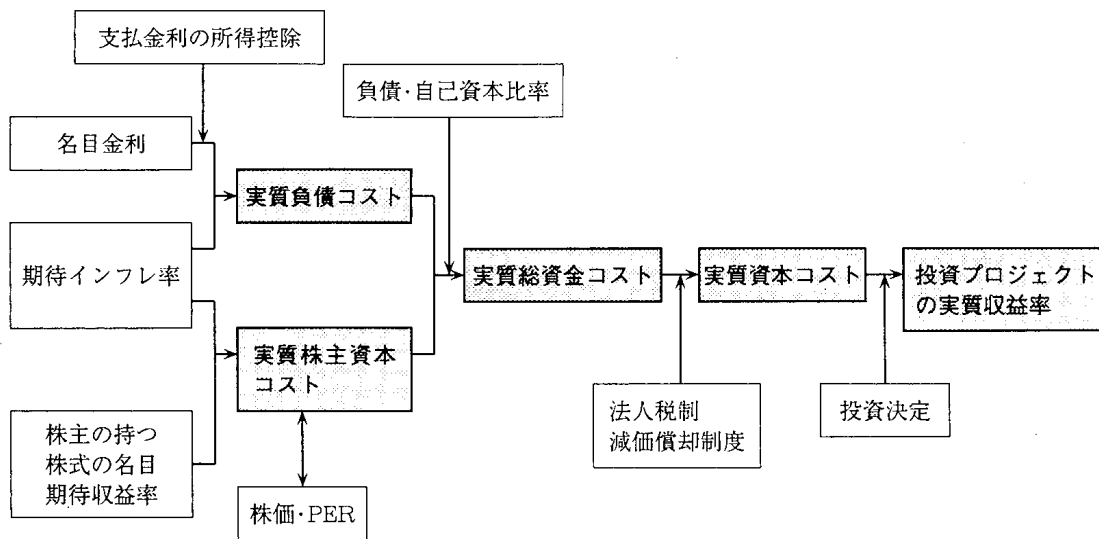
以上にみたように、含み資産の存在を無視して（米国流）の財務理論における資本コスト概念のみによって企業の投資意思決定行動を説明したり、エイジェンシー理論を規範的にのみ用いて過剰投資の説明を行うことは困難である。

以下では、配当政策や資本調達のコストに関する日本型財務慣行の特徴が、米国流の規範的財務理論とどのような関係にあるのかを検討する。

1. 資産価格の資本コスト理論の中での位置づけ

深尾・森田（1997）は期待インフレ率を組み込んだ資本コスト概念を体系的に整理している。これをもとに、含み資産に影響を与える資産価格が資本コスト概

図表3 法人企業の資本コストの概念整理



森尾・森田（1997）97頁より引用。図中の「資金コスト」は日本的財務慣行において用いられる用法と異なるので注意が必要

念の中にどのように組み込み可能であることを整理しよう。

企業が投資プロジェクトに用いる資産の価格変動は、期待インフレ率と投資プロジェクトのキャッシュフローの両面から資本コストに影響をもたらす。しかし、ここに表れる期待インフレ率、投資プロジェクトの実質収益率とも、資産価格の「将来の」上昇率に関わるものである。「現在の投入資産の価格」は重要であっても、ここでは「含み資産」の大きさは経済的には何ら意味をもたない。

むしろ重要なのは、今後の資産価格の期待値である。投入資産が転売可能である場合、一般物価に関する期待インフレ率と、投入資産の期待価格上昇率の比較において後者が大きいならば、投資プロジェクトの実質収益率は高くなり、投資プロジェクトが採択される可能性は高まる。仮に「含み資産」が十分に大きくとも、その資産に関わる価格上昇率が期待インフレよりも小さいならば、投資プロジェクトの実行は抑制的になる。一方、保有する資産の実績上昇率が一般物価の実績インフレ率を上回ったことにより、将来の価格上昇率に関する予想が歪められた場合には、資産の保有によって過剰な投資が実行される可能性がある。換言

すると、過剰な投資が行われた背景には、多くの企業経営者による資産価格の将来変動に関する誤った予測があることになる。しかし、前節で展開したように、この推論も経営者の能力に関して恣意的な仮定を置くことになる。また、この推論を排除すると、資産価格変動を通じて含み資産が過剰投資に与えた影響を米国流の資本コスト理論で説明することは困難になる。

2. 現金支出コストと資本コスト・株価との関係

企業や実務家は財務理論における「資本コスト」の代わりに「現金支出コスト」を重視している。すなわち、「内部資金には資本コストがかからない」、「株式の資本コストは支払配当率もしくは支払配当利回りである」という考え方を信奉している。このような日本企業の行動規準の特徴を、本稿では仮に「現金支出コスト主義」と呼ぶことにしよう。この考え方・戦略が非合理的とならないためには、投資家の側も同様の概念を重視している必要がある。すなわち、厳密には配当利回を基準とした株価形成が行われ、投資家も配当利回りを基準に株式投資を行っていることが必要になる。

ところが、配当利回りの低さもあって、投資家の側は必ずしも配当利回りを投資の主たる目的として考えてはいない¹⁶⁾。このことは、資金コストを重視する企業の財務政策と投資家の要望とが矛盾することとを意味するのであろうか。

安定配当かつ低配当利回りの株式は確かに投資家にとって魅力がない。しかしながら、わが国のヒストリカルな株式投資収益率の確率分布がコールオプション型の偏った分布である¹⁷⁾ことを考慮すると、投資家は通常の低い安定配当利回りを享受しつつ、時として生起する高い収益率をもたらすイベント（買収や新機軸の開発、バブルの発生など）の恩恵を期待して株式投資を行っていると考えられる。この場合、投資家の要望は結果的に満たされていることになり、企業と投資家の間にも深刻な利害対立は存在しないことになる¹⁸⁾。ただし、この議論を正当

化するためには、株式のコールオプション的価値が十分に高くインプライド・ボラティリティが高い状態を想定しなければならない。

3. 配当政策と含み資産

戦後わが国企業の配当政策において、「安定配当志向」が強いことは古くから指摘されてきた¹⁹⁾。安定配当を実現するためには分配可能利益を安定的に実現する必要がある。保有している株式の売却と買い戻しによる含み資産の「益出し」をしてまで経常利益にこだわることは、この分配可能利益の安定化戦略の一環である。このような益出しは税効果上もマイナスでしかないことが指摘されており、企業にとっては非効率な資産取引活動である²⁰⁾。にもかかわらず株式市場では「益出し」取引に対してネガティブに反応する傾向はなく、むしろこのような経常利益安定化ないし安定配当政策を評価していることも指摘されている²¹⁾。

このような財務政策は、株主と経営者が一種の「暗黙の契約」を結んでいるとみなす考え方もある。背景には従業員による企業特殊的熟練の存在があり、効率的な生産を実現する方法として、資本の提供者につねに一定の余剰を分配することを条件に、企業特殊的な熟練の蓄積水準のコントロール権をもつ労働者にすべての経営支配権を委譲していると考えられる立場である²²⁾。この株主との暗黙の契約を経営者が破棄したり履行不能になった場合には、経営者が罷免されるなどのペナルティが課せられることになる。

このように、わが国の株式市場においては、将来の利益を損なう可能性のある行動であるにも関わらず「暗黙に約束された」安定配当政策を守ることの方が高く評価されてきたことになる。このことは、企業経営者が株式に関して財務理論でいう「資本コスト」（競争的市場において株主の要求する利回り）を推計したり重視することなく、「現金支出コスト」である配当を重視することと整合的である。

Ⅲ 現金コスト主義下での株主間の利害関係

以下では、含み資産の処分可能性をめぐって既存株主と潜在的株主の間で利害対立が生じる可能性について考察する。

1. 「吹き値待ち戦略」のもとでの既存株主と経営者の利害関係

経営者による含み資産の活用が、（ハイリスク・ローリターンという意味での）非効率な投資プロジェクトの実施に充てられる可能性があるのであれば、一見、既存の株主にとっては、本来受け取れるはずの配当請求権が侵害されることになり、経営者との間に深刻な利害対立が存在するように考えられる。しかし、企業の財務政策に対して既存株主が「暗黙の」安定配当政策を含めた一定の保証収益率のみを期待し、株式市場用語でいう「吹き値」²³⁾ 待ち戦略を取るのであれば、必ずしも既存株主と経営者の間に利害対立は生じないことになる。仮に、「吹き値」の多くが株価のファンダメンタルズとの間に明確な関係をもたないケースを仮定すると、経営者は既存株主に対して一定の安定配当だけを提供していれば十分ということになる。

また、既存株主と潜在的（新規）株主との利害対立については、既存株主は暗黙の「安定的配当契約」を侵害されない限り、新規株主の参加によって不利益を被らない。また、新規株主は、拙稿（1997）における生命保険の新規加入者のように、本来市場で得られたはずの機会以上の収益機会を提示されるわけではない。株式を発行する企業が「現金支出的コスト」を重視し、新規株主が既存株主と同様の株式投資基準を採用している限り、また、他の株式公開企業が同様の財務戦略を取る限り、新規株主が得られる可能性のある収益機会、他の競合する企業の株式で得られるものと同じものになるはずである。すなわち、多くの企業が

「現金支出コスト」を重視し、株主の多くが暗黙の「安定的配当契約」を信奉し、吹き値待ち戦略をとるならば、既存株主と新規株主の利害対立は基本的に発生しないことになる。

2. 株価形成と新旧株主の利害関係

以上の議論は企業の株価に含み資産が与える影響に関する明示的な考慮なしに、新旧株主が「暗黙の配当契約」に対して共通の期待を持っているケースに限られる。そこで含み資産が株価形成に与える影響度の違いによる利害対立状況の違いについて、簡単なモデルによる分析を試みる。

利害対立が発生しうるケースは以下のように分類可能である。

＜モデル分析＞

単純化のため、株主の世代は新旧2世代のみとしよう。企業は第1期の株主から $t = 0$ 時点で資金調達を行い投資プロジェクトを実行する。また、第2期の株主から $t = 1$ 時点で資金調達を行い、新たなプロジェクトを実行するものとする。含み資産の発生がない場合、両世代の株主とも企業の期待収益率として、暗黙の配当利回り $= r =$ 「投資のカットオフレート」を期待しているものとする（期待収益率として株価の一定の値上がり率を加えて考えても以下のモデル展開の結論に違いはない）。また、企業の保有している資産の値上がり率（含み資産を構成す

図表4 非効率な企業行動が株主間の利害対立をもたらすケースの分類

	投資活動における浪費	資金調達における浪費
含み資産が株価に反映されるケース	含み資産を非効率な投資計画に利用（A）	含み資産を非効率な資金調達に活用（C）
含み資産が株価に反映されないケース	含み資産を非効率な投資計画に利用（B）	含み資産を非効率な資金調達に活用（D）

る資産の増価率）の期待値は両世代ともゼロであるとする。

また、配当政策については、第1期末に含み資産が発生しても、企業はそれを配当の増額に充てることはないものと仮定する。企業は第2期末に解散するとともに、暗黙の契約以上に発生した余剰は経営者・従業員グループで分配するものとし、株主に余剰配当の支払いは行わないものとする（暗黙の配当契約の仮定）。

第1期終了時に、外的要因によって株式市場が全般的に上昇し、含み資産が発生したとする。ここで考えられる利害対立関係は、含み資産が当該企業の株価にも反映されているか否かによって異なる。

まず、含み資産が当該企業の株価に完全に反映されている場合、企業は、含み資産の分だけ高い株価で資金調達できることになる。第2期の投資プロジェクト単体の期待収益率は r で不変であるが、含み資産が第2期のCFの源泉となりうるため、第2期の株主への暗黙の配当契約を履行するための源泉となる収益も増加し、企業にとって達成可能な収益率は第1期の r よりも高くなる。しかし、第2期の株主は含み資産の存在を反映した高い株価を背景に株式を購入しているため、第2期の株主にとっての期待収益率は、第1期の株主にとっての事前の期待収益率である r と等しくなる。

ここで考えられる利害対立のケースは、企業がすでに上昇した株価による新たな株主の利害を考慮せず、第1期に発生した含み資産を第2期に非効率な投資プロジェクトに投入してしまう場合である。企業にとっては、含み資産の存在によって、投資のカットオフレートが低下した錯覚に陥る可能性がある²⁴⁾（現金支出コストである配当利回りの低下および実現可能な含み資産の存在（ $t = 1$ ））。しかし、現在の高株価は実現可能な含み資産に加えて第1期と同じ期待収益率を反映しているのであるから、企業が第2期の投資プロジェクト採択にあたって満たすべきカットオフレートは含み資産が存在する以前と等しい r になる。このような錯覚に基づいて、企業が低採算で非効率な投資を行ってしまう場合、第1期の株

主が $t = 1$ 時点で株式を売却したならば、事前の期待収益率を上回る利益を得られるのに対して、第 2 期の株主は事前の期待収益率を下回ってしまう可能性がある。このケースでは、含み資産の存在によって、新旧株主の享受できる収益の差は拡大することになる（図表 4 中の A）。これは新しい株主にとってのみならず、企業の新規資金調達が資本市場において非効率をもたらすことを意味する。

一方、このような企業の錯覚による浪費が行われない場合には、含み資産の発生した第 1 期の株主は予期しない売却益を得る一方、第 2 期の株主は事前の期待収益率と等しい収益を受け取ることになる。

なお、生命保険業の場合には、企業は含み資産を利用して、市場で得られる収益率以上の利回りを保証して資金調達を行うモデルを構築することが可能であった。これは、資金調達にあたって保険加入者から受け取るべき証券価格を割り引いたことになる。しかし、一般企業のケースにおいて、含み資産が織り込まれて高い株価がすでに成立している場合には、企業側にはそれを人為的に引き下げる動機が乏しい。またあえてこのような低株価戦略を採用するならば、既存の株主の利害を明確に侵害することになり、買収などによって経営者の地位を危うくすることになりうる。よって、一般企業の場合には表中の（C）は実現する可能性はきわめて小さい。（D）についても同様である。

次に、含み資産が株価にまったく反映されないケースについて考えよう（表中の（B））。第 1 期の株主は、事前の期待収益率以上の収益をあげることはできない。一方、第 2 期の株主については、第 1 期の株主と同じ株価で投資を行い、同じ期待収益を受け取ることになる。企業にとっては、（A）のように株主の期待収益率についての錯覚が生じる余地はないものの、実現可能となった含み資産を CF に算入可能になるため、単体では採算性の低い投資プロジェクトを実行することが可能になる。この場合、企業の投資活動は促進されることになるが、新旧株主間の利害対立は発生しないことになる。ここで、株主の立場では非効率な

投資は実行されていないことになるが、企業をとりまく投資機会そのもののリスク・リターン特性を反映した形では、資本市場で効率的な資金配分が行われていないことには注意が必要である。

3. 情報の非対称性と利害対立問題

Jensen（1986）の理論における情報の非対称性の問題は、投資機会に関する情報に主たる関心が向けられていた。すなわち、株主と経営者の間には経営内容および投資機会について情報量の違いがあり、採算の取れるプロジェクトに必要な資金量を判断するにあたって、株主は経営者に比べて不利な立場にある。このため、経営者は株主に対して必要資金量を過剰に見積もる傾向をもち、その分が浪費されやすいことが注目された。

一方、含み資産の存在や規模に関しても情報の非対称性が存在する。含み資産額の大きさは、株主に対して一部しか情報開示されていないことから、企業が保有する利用可能な資源の大きさについても、経営者は株主に比べて優位な立場にある。本稿の分析においては、株価に含み資産の情報がまったく織り込まれない場合には、新旧世代の株主間の利害対立は発生しない反面、株価に含み資産が完全に織り込まれた場合、後の株主世代が不利益を被る可能性が確認できた。この結果から考えるならば、情報の非対称性の問題は、株主の側が企業の含み資産の規模を過大評価してしまうケースがもっとも深刻になる。逆に、含み資産の情報が十分に株価に織り込まれないならば、（後の株主世代が不利益を被るという意味での）新旧株主間の利害対立は軽減されることを意味する。

Ⅳ 現金支出コスト主義を支える日本型経済システム

以上にみてきたように、企業が安定配当政策のもとで含み資産を活用した投資

行動を行うことが許容される条件の中には、株式市場における価格形成の状況および市場参加者の行動原理が含まれると考えられる。

小宮・岩田（1973）をはじめ、米国流の規範的な財務理論においては、日本企業は「資本コスト」概念を正しく理解しないため、投資計画立案・選定方法が甘いという立場をとってきた²⁵⁾。含み資産の活用に対する批判も、この一連の流れの中に位置するものである。

しかし、米国流の財務理論が日本に導入されてかなりの年月が経過したにも関わらず、従来から用いられてきた現金支出コスト主義が破棄されなかったことには、青木・奥野（1996）他のいう「制度的補完」²⁶⁾が何らかの形で存在し、米国流の概念の導入は日本型経済システムの中では均衡を維持できなかったとも考えられる。一見非効率に思われる企業による含み資産の活用には、実際には効率的な側面があり、経済システムの中で均衡を維持できたと考えられる。Stein（1997）は、資金に制約がある場合の利己的経営者は、企業内部での複数の投資プロジェクトへの資金配分には効率的であることを示す一方で、個々の投資プロジェクトを外部からの調達で行うには効率的でないことを示したが、日本のかつての財務慣行は経営者や従業員グループによってこの種の効率性が発揮された一例であると考えられる。

また、経済学者が制度的補完要因として主に指摘しているものに人事・労務慣行が挙げられる。例えば、終身雇用的な労務慣行によって転職機会が制約されていることによって、企業は従業員のために利益安定的政策を選択しやすいということが考えられる²⁷⁾。また一連の商法制度体系も制度的補完要因の一つとして考えられる²⁸⁾。

既に述べたように、安定配当政策や利益安定化政策は、現金支出コスト主義と表裏一体であるが、これらの財務慣行を下支えしている人々の選好や考え方も、財務領域のみならず経済システムによって補完されるものである。選好の一例と

して、経済に関する規制の強い状態の中で、競争システムに歪みが存在する場合、投資家が株価変動に求める性質の特殊性が考えられる。具体的には、規制と保護に安住する企業に対しては、安定的な収益を求めるとともに、何らかの政治的優

図表5 投資行動と含み資産をめぐる日米経済システムの比較

	日 本 型	米国型（新古典派経済学型）
会計制度	簿価主義、含み資産活用の容認	時価主義
証券市場参加者のタイプ	安定配当を求めつつも吹き値を待つ	トータル・リターン重視
株式投資収益率の確率分布	Upside に歪み（コール・オプション型）	対称的（正規分布に近い）
ファンダメンタルの株価への影響力	配当の切り下げにはネガティブに反応 益出し行動に中立的	利益、ないしキャッシュフローの確実性に反応
含み資産と株価との関係	株価に含み資産が十分に反映されない（株主世代間の対立を軽減可能）	CF に反映されうる含み資産は株価に反映
金融市場	リスク価格を無視した企業への資金供給 ²⁹⁾	リスク価格が各種金融手段の資本コストに反映
競争の形態	規制の中で、横並び行動を行いつつ、企業が恣意的な政治的優遇を求めて行動する	市場における透明性の高い競争
競争の帰結としての予想企業利益分布（イメージ）	同業では連動性が高いが、規制の中で「抜け駆け」した企業が一人勝ちする可能性（Upside に歪んだ分布）	Upside、Downside に対称的な分布（正規分布に近い）
労働慣行と労働市場	終身雇用または長期雇用。転職市場の未整備	転職市場の発達
企業における剰余請求権	主として経営者・従業員の連合体が所有	主として株主が所有
企業の投資行動	現金支出コストをもとに、経営者・従業員の剰余を最大化すべく投資決定	資本コストに基づく投資決定

遇策を得た企業、規制を打破するような特殊な新機軸を開発した企業を、いわば宝くじを買うような考え方で待ち望むということが考えられるであろう。この場合の政治的優遇策は一時的なものとなるかも知れない。わが国では、「政治銘柄」や「仕手株」と呼ばれる、政治的思惑や株価操作の疑いを伴う行為による株価変動が存在することが当然と考えられるような風潮があった。これらは、規制の中で抜け穴を求める企業行動と、株主・投資家のこれらに対する評価の裏付けであると考えられる。実際の株式投資収益率の分布がコール・オプション型の形状をなしていることも、このことと整合的であると考えて良いであろう。

結 語

本稿では、含み資産と投資との関係、その経済的意味、利害関係者の得失について検討を加えてきた。伊藤（1997）では、生命保険会社のケースについては、含み資産活用の問題点として、契約者世代間の不公平性の問題を明らかにすることができたが、本研究においては一般の株式会社について、新旧株主の間の不公平性は、含み資産が株価に織り込まれる場合に深刻化する可能性が高いことが明らかになった。つまり、株式市場が非効率であるほど、かえって現金支出コスト主義や含み資産の非効率な活用の問題が深刻化しないという構造が示唆され、含み資産を活用する財務慣行および、含み資産の存在を反映しない証券市場についても、日本型経済システムと制度的補完の関係を持つ可能性があることが示された。

しかし、1980年代後半には、いわゆるQ理論の登場によって、含み資産の株価への反映が試みられたため、従来型の制度的補完における均衡は揺らいだと考えられる。さらに株式市場における市場参加者の構成が変化しつつある現在、株価形成のあり方にも影響が生じる可能性が高い。このため「現金支出コスト主義」

や「安定配当政策」のパラダイムが崩れる可能性は高い。これらの証券市場における価格形成メカニズムが変化してはじめて、本稿で否定的に検討した米国流の「規範的」資本コストアプローチの意義が高まることになる。

*この研究は石橋財団研究助成金の援助を受けている。記して感謝の意を表したい。

【参考文献】

- Arditti, Fred (1967) "Risk and the Required Return on Equity," *Journal of Finance*, XXII, No.1, pp.19-36
- Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C. (1991) *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 4th eds.
- Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil, and Scharfstein, David (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 27, pp.67-88
- Stein, Jeremy C. (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *The Journal of Finance*, Vol.LII, No.1, pp.111-133
- Nakatani, I. (1984), "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in M.Aoki (ed.), *The Economic Analysis of Japanese Firm*, North-Holland, Amsterdam, pp.227-258
- Jensen, C. Michael (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76
- 青木茂男 (1997)『企業財務の日米比較』森山書店
- 青木昌彦 (1992)『日本経済の制度分析』筑摩書房
- 青木昌彦・奥野正寛編著 (1996)『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会
- 池尾和人 (1994)「財務面からみた日本の企業」(貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会)
- 伊藤 祐 (1997)「財務理論から見た日本の生命保険会社」(『久留米大学商学研究』第2巻第2号〈久留米大学商学会〉)
- 上條 修・酒井 覚 (1994)「セミ・バリエンス (準分散) 型リスクの日本株式市場への応用」(『証券アナリストジャーナル』Vol.32 No. 2 〈日本証券アナリスト協会〉 pp.26-33)
- 亀川雅人 (1996)『日本型企业金融システム』学文社

- 刈屋武昭・佃 良彦・丸 淳子（1989）『日本の株価変動』東洋経済新報社
- 小宮隆太郎・岩田規久男（1973）『企業金融の理論』日本経済新聞社
- 醍醐聰（1995）『時価評価と日本経済』日本経済新聞社
- 津村英文（1981）『配当 その光と影』税務経理協会
- 鳥邊晋司（1996）「投資決定問題に対する組織論的アプローチ」（小嶋博・赤石雅弘・榊原茂樹編著『国際化社会と企業財務』同文館）
- 仁科一彦（1995）『財務破壊』東洋経済新報社
- 花崎正晴・竹内朱恵（1997）「日本企業の設備投資行動の特徴について —マイクロデータに基づく国際比較—」（『フィナンシャル・レビュー』第42号〈大蔵省財政金融研究所編〉40-68頁）
- 星 岳雄（1995）「企業集団とメインバンク制度 —その経済的役割」（青木昌彦・ロナルド・ドーア『システムとしての日本企業』NTT 出版）357-387頁
- ポール・シェアード（1995）「株式持合いとコーポレート・ガバナンス」（青木昌彦・ロナルド・ドーア『システムとしての日本企業』NTT 出版）389-435頁
- ポール・シェアード（1997）『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社
- 水野博志（1998）『個人投資家の行動原理』
- 森 昭夫・赤石雅弘編（1998）『構造変革期の企業財務』
- 米澤康博（1995）『株式市場の経済学』日本経済新聞社
- 渡辺 茂（1994）『ROE（株主資本利益率）革命』東洋経済新報社

- 1) ここでは設備投資数値のみをもとにした図を掲載しているが、研究開発費や人的投資（教育研修費等）を加えた投資活動を総合的に捉えた場合、過剰な投資活動は一層深刻なものとなる可能性がある。
- 2) 拙稿（1997）では「含み益」の用語を用いているが、これは含み資産を時価評価ないし売却によって実現させた場合に発生しうる利益であるため、経済的には本稿の「含み資産」と同義である。経済学の文脈では「含み資産」の用語が使われることが多く、会計系の専門書やマスコミでは「含み益」の表現がやや多く使われていると思われるが、特に厳密な区別がつけられずに用いられているようである。
- 3) 拙稿（1997）。生命保険会社においては、保険販売に伴う資金調達のコスト（資本コスト）が競争的資本市場によって決定されないため、販売量の最大化を追求する経営者・従業員グループは資本コストに歪みを生じさせることによって過剰投資を行う可能性がある。すなわち、含み資産を原資として、本来の資本コスト以上の収益率を保険加入者に提供することにより、保険募集を通じた過剰な投資プロジェクトが採択される可能性が確認できる。生命保険会社の利害関係者の得失については、過去世代の期待効用よりも後の世代の得られる期待効用のほうが高く、過去世代の効用が犠牲にされているという可能性がある一方、保険加入世代毎の期待効用

から導かれる均衡保険販売量の期待値は過去よりも将来が大きいことが導かれる。このことにより、経営者・従業員がめざす販売量成長という目標とも矛盾しないことが確認できた。

- 4) 含み資産の概念自体は、経済学においては、わが国の株価水準について議論する場合によく言及されるようである。この場合、株価を議論する際に主に言及されるのは保有土地の含み資産であるとともに、1990年の株価急落以降、含み資産が取り沙汰されることは格段に少なくなった（米澤（1995）、42-43頁参照）。
- 5) Brealey and Myers (1991), p.25など標準的な財務理論書を参照。
- 6) ただし、MM 理論が成立しているケースではこの結論は成立しない。
- 7) 仁科（1995）45-56頁。また、シェアード（1997）（90-94頁）は、同様の論旨を展開する一方でこのような保険を利用する背景にある日本型システムについても言及している。
- 8) このアプローチに対して、含み資産の CF 化が容易ではないという立場から批判がなされることもある。しかし、現実には「益出し」の形での CF 化はしばしば行われている。利益を嵩上げる形での CF 化が行われなくとも、損失が発生した場合、特別利益ないし経常利益の捻出の形で損失を填補する行動が実際に行われている以上、収益率が低かりスクの大きい投資の CF を補てんする役割に含み資産が活用されているとの主張は正当化しうる。
- 9) 渡辺（1994）88頁。
- 10) たとえば花崎・竹内（1997）は、金利や負債比率よりもキャッシュフロー制約の設備投資決定に与える影響力が大きいことを確認している。また、Hoshi et al. (1991) および星（1995）は、投資のキャッシュフローに対する感応度の大きさが必ずしもインセンティブや情報の問題の深刻さを意味するとは限らないとの立場にたちつつ、収益性の問題を除去した場合にはキャッシュフローに対する投資感応度の大きさがインセンティブや情報の問題に対して重要な役割を示すことを示している。
- 11) Jensen（1986）は負債比率の高さがこのようなエイジェンシー問題を軽減すると主張した。
- 12) 青木（1997）299-301頁。
- 13) 森・赤石（1998）参照。この中の調査によると、実務家の8割近くが現金支出コストを株式の資本コストと考えているなど、実務家と理論家の資本コストをめぐる考え方の溝は依然として大きい。
- 14) 例えば株式持合が行われている場合には金融、保険、貸付、仕入れ、販売などの面で取引関係をもっていることが多い。このことから、企業が他社の株式を保有する場合にはこれらの営業面のメリットが増大することを期待しているものと考えられている。
- 15) この問題は、拙稿（1997）における株価によって調整されることのない生命保険

会社の場合の問題と共通のものである。

- 16) 水野（1998）参照。
- 17) 刈谷・佃・丸（1989）は、日経225採用銘柄を分析した結果、個別銘柄の収益率の分布が右に歪んでいるとしている。また市場収益率に対する超過収益率についても同様の結論が上條・酒井（1994）によって得られている。他に井手・高橋（1992）参照。
- 18) 投資収益率の確率分布が Upside に偏った歪度の収益分布をもつことは、投資家にとっては好まれるものである。Arditti（1967）参照。
- 19) 津村（1981）22-25頁。
- 20) 醍醐（1995）278-290頁参照。
- 21) 渡辺（前掲）117頁、179頁。
- 22) 池尾（1994）のモデルを参照。
- 23) 吹き値とは、突発的に株価が急上昇することをさすことが多い。吹き値はしばしば、買占めの噂などによって、予測可能なファンダメンタルズと無関係に生じることがある。
- 24) また、第1期の株主が株式を売却せずに継続保有を行った場合、第1期の株主に提供すべき名目配当額は第2期のそれに比べて低い（＝取得価額の低さに起因する）ことも一因である。
- 25) 鳥邊（1996）はこのような立場を規範的なものとして「財務論的アプローチ」と位置づけたうえで、投資決定に携わる経営者ならびに管理者の実際の行動を観察し、それを説明しうるような理論を構築しようとする研究の流れを「記述」的アプローチと呼ぶとともに、組織プロセスを重視した「組織論的アプローチ」を提唱した。
- 26) 青木・奥野（1996）35-36頁。
- 27) ポール・シェアード（1995）。また、Nakatani（1984）はこうした背景にある企業集団の役割について言及している。
- 28) 醍醐（前掲）は、時価評価会計を導入できない理由として、商法・法人税法との関連での「トライアングル体制」を指摘しているが、これも一種の制度的補完を形成する要因と考えられる。
- 29) 亀川（1996）136-138頁。